

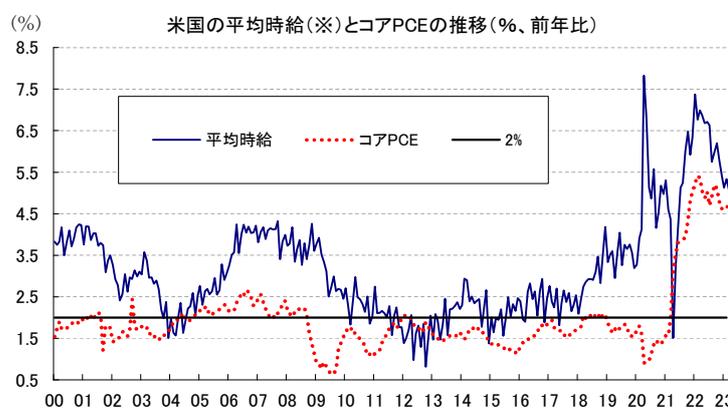
みずほマーケット・トピック(2023年6月5日)

## 米5月雇用統計を受けて～遙か遠のく年内利下げ～

米5月雇用統計は非農業部門雇用者数(NFP)変化に関し、前月比+33.9万人と市場予想の倍近い増勢を記録。失業率こそ上昇したものの、その他労働関連の計数と総合判断すれば米国の雇用・賃金情勢は極めて良好な状況が維持されていると言える。金融不安の勃発でもない限り、市場の一部で根強く残る年内利下げ観測は願望のままで終わる公算が大きい。NFPの増勢以外にも例えば雇用動態調査(JOLTS)に目をやれば、求職者数や自発的離職件数は依然として強さが認められる。半世紀ぶりの失業率だと嘆し立てられていた2019年、FRBは利下げに転じた過去があるものの、当時とは物価、雇用・賃金環境がかなり違う。本欄のドル/円相場の見通しは不変。今後、年内利下げ期待が徐々に雲散霧消する中で130円割れを諦めるムードが強まるだろう。もちろん、利上げ停止が明確になるタイミング、これに伴って利下げ期待が高まるタイミングを狙って円高・ドル安は進むだろうが、そこで焦る必要はない。仮に下値で取引されるとしても、昨今の需給構造の変化を踏まえれば、125～130円程度が関の山と予想する。

### ～NFPは予想比倍近くの増勢～

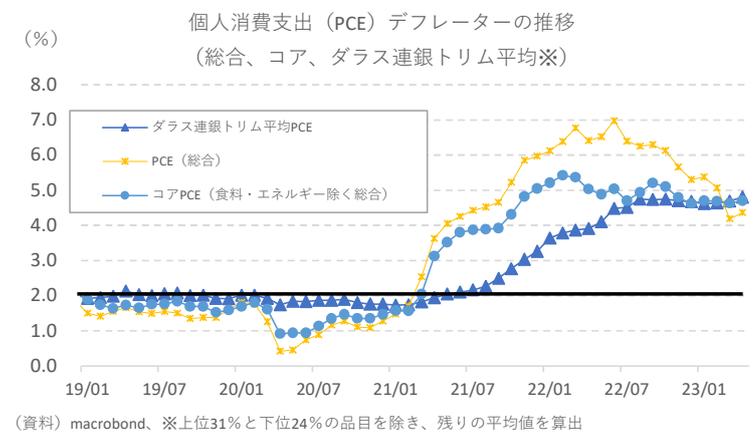
先週2日に発表された米5月雇用統計によれば、非農業部門雇用者数(NFP)変化に関し、前月比+33.9万人(以下前年比で議論)と市場予想の中心(+19.5万人)に対して倍近い増勢を示した。4月も+25.3万人から+29.4万人へ修正されている。高インフレとの関連で注目される平均時給は+0.3%上昇、前年比では+4.3%と市場予想(同+4.4%)と概ね一致しており、依然勢いが見て取



れる。失業率こそ 3.4%から 3.7%へ+0.3%ポイント、まとまった幅で上昇しているものの、後述するそのほかの労働関連の計数と総合判断すれば米国の雇用・賃金情勢は極めて良好な状況が維持されていると考えるべきだろう。図示されるように、賃金とコア個人消費支出(PCE)が揃ってピークアウトし始めているのは確かであり、利上げ停止を議論する余地があることも理解できる。だが、共に前年比+4%台後半で推移しており、目標である+2%まではかなり距離がある。やはり、市場の一部で根強く残る年内利下げ観測は願望のままで終わる公算が大きいというのが引き続き本欄の想定である。そのような想定を覆して利下げが必要になるとすれば、やはり3月に見たような金融不安の勃発が必要になるが、危機をメインシナリオとして資産価格の見通しを作るわけにはいかない。

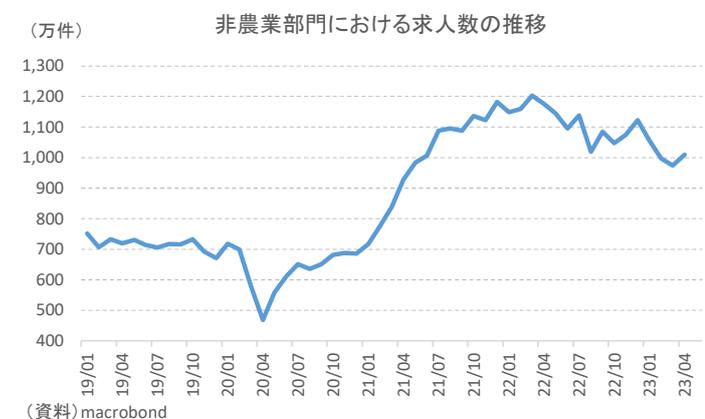
### ～労働市場の強気は健在～

NFPの増勢以外にも米雇用・賃金情勢の強さは確認できる。例えば雇用動態調査(JOLTS)の動きは参考になる。ヘッドラインとなる求人数が市場予想以上の伸びを持続していることは既報の通りだが、労働者の強気姿勢を示す計数として注目される自発的離職件数も大台である400万件を超えていた既往ピークから大分調整が進んでいるものの、パンデミック直前の3年間(2017～19年)をやや上回る(右図・上)。しかもその3年間も米国は完全雇用状態と言われ、失業率は半世紀ぶりの低水準だと評価されていた。にもかかわらず、2019年夏場から利下げが始まっていた背景には賃金・物価情勢の落ち着きがあった。結果、当時のコアPCEデフレーターなど基調的なインフレを示す計数は恒常的に+2%を割り込み(右図・下)、金融政策としては安心して利下げできるよう状況だった。それでも総合ベースでは+3%台にあり、利上げ翌年の利下げ路線転換を疑問視する声もあったが、程なくしてパンデミック局面に突入し、その疑問も有耶無耶になった。



### ～ドル/円は年内利下げ期待の雲散霧消で底堅く推移～

既述の通り、現状のPCEは総合・コアともに+4%台半ば～後半であり、その背景にある賃金上昇も認められる。現在の失業率が2019年当時とほぼ同程度としても、インフレ懸念は比較にならないほど強く、利下げ判断はかなり難渋すると推測される。高水準の自発的離職者数は「より良い条件を求めて転職しやすい状況」が米国の労働市場には残されている証左であり、実際に賃金は強く、結果として基調的なインフレ率も強いというのが米国の雇用・賃金情勢の現状である。求人数も完全雇用が謳われていた2019年当時よりまだ4割ほど多いイメージにある(図)。このような背景がある



からこそ、パウエル FRB 議長は昨秋以降、市場の拙速な利下げ期待を一蹴してきたという経緯もある。6 月 13～14 日の FOMC における利上げはブラックアウト直前のジェファソン FRB 理事の発言によりいったん見送られた格好になったが、これでまた分からなくなった側面もあるのではないかと（本稿執筆時点で利上げ織り込みは 3 割弱）。

本欄のドル/円相場の見通しには何の影響もない。今後、年内利下げ期待が徐々に雲散霧消する中で 130 円割れを諦めるムードが強まる展開を軸にメインシナリオを検討している。もちろん、利上げ停止が明確になるタイミング、これに伴って利下げ期待が高まるタイミングを狙って円高・ドル安は進むだろう。しかし、そこで焦る必要はない。過去の本欄で執拗に議論してきた通り、本邦の国際収支項目の至るところで構造変化の跡を見出すことが可能であり、円相場の需給は確実に過去よりも緩んでいると言える。仮に下値で取引されるとしても 125～130 円が関の山ではないかというのが本欄や『中期為替相場見通し』における基本認識である。

市場営業部  
チーフマーケット・エコノミスト  
唐鎌大輔 (TEL: 03-3242-7065)  
[daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp](mailto:daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年6月2日	週末版(コアベースでも鈍化し始めたユーロ圏インフレ率〜ハト派転化には十分と言えず〜)
2023年6月1日	FRB、6月利上げ見送りの受け止め方〜円高到来か?〜
2023年5月30日	ユーロ圏の賃金・物価情勢〜賃金は峠、エネルギー環境は脆弱〜
2023年5月26日	週末版(32年連続世界最大の対外純資産国の意味〜過去最高を記録した直接投資比率〜)
2023年5月24日	構造的に薄れるPPPを見る意味〜「成熟した債権国」と共に〜
2023年5月23日	「世界中が欲しがれる財・サービス」は「高嶺の花」〜「弱い円」の価値〜
2023年5月22日	資産価格が上がっているのか、円が下がっているのか
2023年5月19日	週末版
2023年5月18日	1〜3月期GDPを受けて〜ベントアップ需要を阻む円安〜
2023年5月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年4月分)
2023年5月16日	4月国内企業物価指数を受けて〜変化率と水準の違い〜
2023年5月15日	新しい外貨流出源〜デジタル・コンサル・研究開発〜
2023年5月12日	週末版(米連邦債務上限問題について〜政府機関閉鎖は一時的な円高材料に〜)
2023年5月11日	3月国際収支統計を受けて〜インバウンドの功罪〜
2023年5月9日	ECB政策理事会を終えて〜持続する利上げ路線〜
2023年5月8日	FOMCを終えて〜利上げ停止でも円安持続という現実〜
2023年5月2日	円相場の現在地〜下がり続ける購買力、最強通貨はフランに〜
2023年5月1日	植田体制初会合のレビューと円相場への影響
2023年4月28日	週末版
2023年4月26日	ユーロ/円相場、8年4か月ぶり高値の背景整理
2023年4月25日	日銀、初会合レビュー〜YCC撤廃確率は40%〜
2023年4月24日	ECB政策理事会議事要旨と5月会合レビュー
2023年4月21日	週末版(インバウンドの現状と展望〜量、質ともに復調しつつあるインバウンド需要〜)
2023年4月20日	本邦3月貿易収支〜赤字は3か月で5兆円超え〜
2023年4月18日	EU-ロシア貿易の構造変化〜戦争の余波〜
2023年4月17日	GFSRも重要性を訴える地経学的な思考
2023年4月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年3月分)
2023年4月12日	週末版(FOMC議事要旨と米3月CPIを受けて〜円安見直しへの影響はあるか?〜)
2023年4月11日	変わる直接投資とスローバライゼーション(slowbalization)
2023年4月10日	植田会見、「直ちに修正することは無い」の真意
2023年4月7日	第一次所得収支の内情〜戻ってくる円は半分程度か〜
2023年4月6日	週末版(日銀金融政策決定会合レビュー〜初戦は様子見を予想〜)
2023年4月4日	次の危機はCRE危機か?〜ECBの警鐘〜
2023年4月3日	日銀短観3月調査を受けて〜深刻さ極まる人手不足〜
2023年4月3日	ユーロ圏3月消費者物価指数(HICP)の読み方
2023年3月31日	週末版
2023年3月30日	第1四半期の総括と今後の展望〜円高始まらず〜
2023年3月28日	ひっ迫感が強まるユーロ圏の雇用・賃金情勢
2023年3月24日	週末版(鳴りを潜める「安全資産としての円」〜投機の円買いは縮小中〜)
2023年3月23日	FOMCを終えて〜年内利下げは未だリスクシナリオ〜
2023年3月22日	年初来の主要通貨を概観する〜変わらない円安〜
2023年3月17日	退路を断ったECB〜自信の誇示を優先〜
2023年3月16日	週末版
2023年3月15日	ECBは「世紀の失策」を繰り返すか〜利上げの行方〜
2023年3月14日	企業物価指数の現状と展望〜残る円安の爪痕〜
2023年3月13日	先陣を切るECB〜アフター-SVBの金融政策動向〜
2023年3月10日	SVB破綻、ドル/円相場見直しへの影響
2023年3月8日	週末版(1周年を迎えた米利上げ局面〜やはり遠い円高シナリオ〜)
2023年3月7日	1月国際収支統計を受けて〜今後の注目点〜
2023年3月6日	FRBより長引くECBの利上げ〜ホルツマン発言について〜
2023年3月3日	日本における「基調的なインフレ率」の現状と展望
2023年2月28日	週末版(賃金インフレへの懸念強まるユーロ圏〜コアは加速、政策理事会の争点は賃金に〜)
2023年2月27日	ECBのバランスシート政策について〜状況整理〜
2023年2月24日	植田総裁候補の所信聴取を受けて
2023年2月21日	週末版
2023年2月20日	利上げ減速のイメージが湧かないユーロ圏
2023年2月17日	現実味増すインフレ長期化〜円安シナリオの再起動〜
2023年2月15日	週末版(本邦1月貿易統計を受けて〜史上最大、再び〜)
2023年2月14日	本邦10〜12月期GDP〜3年経ってもコロナ前〜
2023年2月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年1月分)
2023年2月10日	日銀、植田新体制への所感〜Q&A方式での整理〜
2023年2月9日	週末版
2023年2月8日	ユーロ圏、インフレ期待の現状〜pivotは支持されず〜
2023年2月7日	2022年の国際収支統計を受けて〜意外な伏兵〜
2023年2月6日	日本はドイツに追い抜かれてしまうのか〜何が違うのか〜
2023年2月3日	IMF見直し上昇修正と為替見通しの関係について
2023年2月2日	週末版(ECB政策理事会を終えて〜顕著に改善するユーロ相場の取引環境〜)
2023年1月30日	FOMCを終えて〜ドル/円見直しに影響なし〜
2023年1月27日	23年、最初の1か月を終えて〜言うほど進まないドル安〜
2023年1月25日	週末版(当面のECBの金融政策運営の考え方〜「追い風」を得てタカ派に持続性〜)
2023年1月24日	神風に救われたユーロ圏経済〜最悪からの復活?〜
2023年1月23日	「投機の円買い」vs「実需の円売り」の行方
2023年1月20日	日銀タカ派とFRBハト派の併存は可能なのか?
2023年1月19日	週末版(史上最大の貿易赤字をどう捉えるか〜輸入増加の次は輸出減少に?〜)
2023年1月18日	日銀政策決定会合を受けて〜現状維持とも言い切れず〜
2023年1月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年12月分)
2023年1月13日	懸念されるユーロ圏のインフレ〜コアは加速中〜
2023年1月10日	日銀は本当に動くのか?〜当面の展開を整理〜
2023年1月6日	週末版(依然残る日本の閉鎖性〜入国規制とインバウンド需要〜)
2023年1月5日	米12月雇用統計を受けて〜無理筋なハト派解釈〜
2023年1月4日	週末版
2022年12月23日	FOMC議事要旨を受けて〜23年利下げへの支持はゼロ〜
2022年12月21日	2023年展望の「重要な前提」と「パス」のおさらい
2022年12月20日	週末版(史上最大の円安の年を終えて〜円高を「押し目」とする視座〜)
2022年12月19日	日銀の政策修正に関する論点整理〜日銀Pivot〜
2022年12月16日	米インフレ急減速を当然視する風潮は大丈夫なのか
2022年12月15日	円安で注目したい対内直接投資のポテンシャル
2022年12月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて〜「ターミナルレート3%」では不十分というメッセージ〜)
2022年12月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年11月分)
2022年12月12日	FOMCを終えて〜PCEビークアウトと利上げ停止時期〜
2022年12月11日	米11月CPIを受けて〜円相場に対する見方は不変〜